

华阳股份 (600348.SH)

Q4 扣非净利环比增 117%-176%，静待新能源项目投产

核心观点:

- 测算 Q4 扣非净利约 23.7-30.1 亿元，环比增长 117%-176%。**公司发布 2021 年度业绩预告，公司预计 21 年度实现归母净利润为 33.05 到 39.45 亿元，同比增加 18 到 24.4 亿元，增幅 119.6%到 162.1%。公司预计扣非净利润为 45.75 到 52.15 亿元，同比增长 256.0%到 305.8%。公司预计 21 年度非经常性损益约为-12.7 亿元，主要包括：
 - 优化矿井资产结构，对井下无使用价值及闲置巷道等资产进行集中封闭报废，由此产生相应的固定资产报废损失约 14 亿元；
 - 政府补助等非经常性损益事项影响金额预计约 1.3 亿元。
 测算 Q1-Q4 扣非净利分别为 4.5/6.6/10.9/26.9 亿元（其中 Q4 范围为 23.7-30.1 亿元，环比增长 117%-176%）。考虑非经常性损益因素，Q1-Q4 归母净利分别为 4.6/6.9/11.5/13.3 亿元(Q4 范围 10.1-16.5 亿元)。
- 在建煤矿产能 1000 万吨，未来 2 年有望建成投产。**公司主产无烟煤，根据公司发债募集说明书，公司目前拥有 9 座生产矿井和 2 座主要在建矿井，总核定产能 4270 万吨/年。其中在建矿井包括泊里和七元煤矿，产能均为 500 万吨/年，预计将于 2023 和 2024 年建成投产。
- 盈利预测与投资建议：主业盈利稳健增长，新能源领域布局力度加大提升估值。**公司是重组之后的华阳新材料集团旗下能源资产上市平台，公司煤炭主业长协占比高，21 年进行资产处置后大额非经常性损益因素减少，预计 22 年煤炭综合售价和盈利有望平稳增长。此外，21 年以来公司在新能源领域布局力度加大，中长期也有望拓展发展空间并提升公司估值。预计公司 21-23 年 EPS 分别为 1.52、1.74 和 1.77 元/股，参考可比公司平均估值，给予公司 22 年 8 倍 PE，对应合理价值为 13.9 元/股，给予“买入”评级。
- 风险提示。**煤价超预期下跌，公司成本费用超预期增长，计提大额资产减值等。

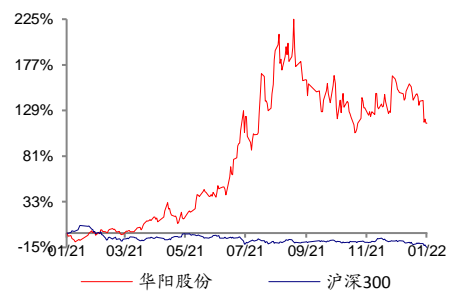
盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	32,658	31,181	31,282	26,166	26,177
增长率 (%)	-0.1	-4.5	0.3	-16.4	0.0
EBITDA (百万元)	5,095	4,962	10,113	9,738	9,901
归母净利润 (百万元)	1,701	1,505	3,666	4,180	4,245
增长率 (%)	-13.7	-11.5	143.6	14.0	1.6
EPS (元/股)	0.71	0.63	1.52	1.74	1.77
市盈率 (P/E)	7.82	8.96	6.76	5.93	5.83
ROE (%)	7.5	6.4	13.4	13.7	12.6
EV/EBITDA	2.76	3.40	2.63	2.60	2.17

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	10.30 元
合理价值	13.9 元
报告日期	2022-01-30

相对市场表现



分析师:	安鹏
	SAC 执证号: S0260512030008
	SFC CE No. BNW176
	021-38003693
	anpeng@gf.com.cn
分析师:	宋炜
	SAC 执证号: S0260518050002
	SFC CE No. BMV636
	021-38003691
	songwei@gf.com.cn

相关研究:

目录索引

一、测算 Q4 扣非净利约 23.7-30.1 亿元，环比增长 117%-176%.....	3
二、在建煤矿产能 1000 万吨，未来 2 年有望建成投产	3
三、未来三年煤炭供需基本平衡，煤价有望维持中高位	5
四、新能源领域布局力度加大，静待新项目投产	6
五、盈利预测和投资建议.....	6
（一）核心盈利预测假设	6
（二）可比公司估值分析	7
六、风险提示	8

一、测算 Q4 扣非净利约 23.7-30.1 亿元，环比增长 117%-176%

公司发布2021年度业绩预告，公司预计21年度实现归母净利润为33.05到39.45亿元，同比增加18到24.4亿元，增幅119.6%到162.1%。公司预计扣非净利润为45.75到52.15亿元，同比增长256.0%到305.8%。公司预计21年度非经常性损益约为-12.7亿元，主要包括：（1）优化矿井资产结构，对井下无使用价值及闲置巷道等资产进行集中封闭报废，由此产生相应的固定资产报废损失约14亿元；（2）政府补助等非经常性损益事项影响金额预计约1.3亿元。

测算Q1-Q4扣非净利分别为4.5/6.6/10.9/26.9亿元（其中Q4范围为23.7-30.1亿元，环比增长117%-176%）。考虑非经常性损益因素，Q1-Q4归母净利分别为4.6/6.9/11.5/13.3亿元（Q4范围10.1-16.5亿元）。

二、在建煤矿产能 1000 万吨，未来 2 年有望建成投产

公司煤炭业务收入和毛利润占比在90%以上，其他业务主要包括少量的供电、供热等。

公司主产无烟煤，根据公司发债募集说明书，公司目前拥有9座生产矿井和2座主要在建矿井，总核定产能4270万吨/年。其中在建矿井包括泊里和七元煤矿，产能均为500万吨/年，预计将于2023和2024年建成投产。

公司煤炭产品包括洗块煤、洗粉煤、洗末煤和煤泥，2020年销量结构占比分别为5%、4%、87%和4%。公司煤炭销量中约50%为自产煤炭，其余来自于采购集团（为避免同业竞争，华阳新材料集团生产的煤炭远全部由公司按照市场价格收购）。不过随着集团公司专业化重组完成，相关煤炭资产划转至晋能控股集团，21年下半年开始公司采购集团煤炭的数量相应减少。

表 1：华阳股份主要煤矿概况（截至2021年3月，单位：万吨）

矿井名称	煤种	资源量	可采储量	核定年产能
一矿	无烟煤	75,302	45,018	850
二矿	无烟煤	39,562	16,863	810
开元矿	贫瘦煤	29,203	12,192	300
景福矿	无烟煤	6,190	4,379	90
新景矿	无烟煤	84,570	51,016	450
平舒矿	贫煤、无烟煤	12,002	7,782	500 (90)
兴裕	无烟煤	4,996	653	90
裕泰（停产）	无烟煤	6,111	598	60

榆树坡	焦煤、气煤	38,389	11,620	120
泊里（建设期）	-	-	-	500
七元（建设期）	-	-	-	500
合计	-	296,324	150,122	4,270

数据来源：公司发债募集说明书，广发证券发展研究中心

表 2：华阳股份煤炭业务经营概况

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2020H1	2021H1
自产煤量（万吨）	3,250	3,545	3,854	4,101	4,322	2,156	2,371
煤炭销量（万吨）	6,583	6,687	7,128	7,549	8,192	3,992	3,834
煤炭综合售价（元/吨）	259	400	437	406	357	362	465
煤炭综合成本（元/吨）	201	313	353	331	297	306	368
吨煤毛利（元/吨）	118	163	155	137	114	56	97
洗块煤							
洗块煤销量（万吨）	443	479	478	485	437	238	309
销量占比	7%	7%	7%	6%	5%	6%	8%
吨煤单价（元/吨）	430	589	636	618	592	577	633
吨煤成本（元/吨）	317	449	508	491	454	477	536
毛利率	26%	24%	20%	21%	23%	17%	15%
洗粉煤							
洗粉煤销量（万吨）	309	300	360	289	267	160	129
销量占比	5%	4%	5%	4%	3%	4%	3%
吨煤单价（元/吨）	477	793	855	803	665	634	919
吨煤成本（元/吨）	358	494	595	561	544	502	916
毛利率	25%	38%	30%	30%	18%	21%	0%
洗末煤							
洗末煤销量（万吨）	5,612	5,683	6,063	6,551	7,157	3,440	3,252
销量占比	85%	85%	85%	87%	87%	86%	85%
吨煤单价（元/吨）	240	372	406	382	342	345	443
吨煤成本（元/吨）	191	305	340	320	277	299	347
毛利率	20%	18%	16%	16%	19%	13%	22%
煤泥							
煤泥销量（万吨）	218	225	227	224	332	154	144
销量占比	3%	3%	3%	3%	4%	4%	4%
吨煤单价（元/吨）	103	174	181	123	131	126	197

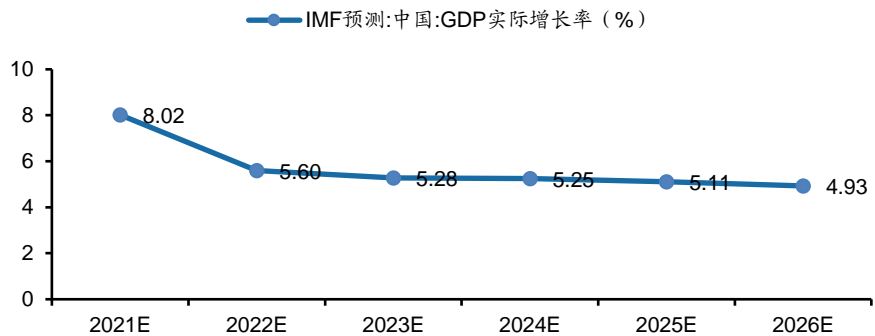
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

三、未来三年煤炭供需基本平衡，煤价有望维持中高位

21年9月发布的《中共中央 国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》，对双碳相关工作作出了具体指导，要求加快煤炭减量步伐，“十四五”时期严控煤炭消费增长，“十五五”时期逐步减少。到2025年，绿色低碳循环发展的经济体系初步形成，重点行业能源利用效率大幅提升，单位国内生产总值能耗比2020年下降13.5%。这意味着双碳政策背景下十四五期间煤炭消费仍处于达峰阶段，还有一定增长空间，即便考虑能耗双控影响，年均单位GDP能耗下降2.7%，而十四五期间GDP增速有望维持在5%左右，政策目标预留的能源消费有2%左右的增长。

预计2020年-2025年煤炭消费量从41.8亿吨增长至45.6亿吨，复合增速约1.8%。需求与供给基本维持平衡的状态。叠加长协基准价和浮动区间提升，预计市场煤价中枢总体有望维持在600元/吨以上的中高位水平。

图 1: IMF预测中国2022年GDP实际增长率降至5.6%



数据来源: IMF, 广发证券发展研究中心

表 3: 煤炭行业2014-2025年供需平衡表 (单位: 亿吨)

	2019	2020	2021H	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
需求端	40.6	41.8	21.3	43.7	44.1	44.8	45.2	45.6
需求增速	1.0%	2.8%	10.7%	4.6%	1.0%	1.4%	0.9%	0.9%
分行业								
其中: 电力行业	21.6	21.9	11.8	23.0	23.2	23.5	23.8	24.0
化工行业	3.0	2.9	1.6	3.2	3.3	3.3	3.4	3.4
建材行业	5.4	4.9	2.4	5.3	5.3	5.4	5.5	5.6
冶金行业	6.6	7.3	3.6	7.5	7.5	7.5	7.6	7.6
YOY: 电力行业	3.0%	1.5%	17.0%	5.1%	0.8%	1.4%	1.1%	1.1%
化工行业	8.0%	0.2%	15.2%	10.4%	2.0%	2.0%	1.0%	0.8%
建材行业	8.0%	0.8%	14.7%	7.4%	1.0%	1.5%	1.5%	1.5%
冶金行业	6.0%	3.8%	2.5%	2.4%	0.0%	1.0%	0.5%	0.5%
供给端	41.0	41.9	20.9	42.9	44.0	44.5	45.1	45.5

产量	37.5	38.4	19.5	40.2	41.0	41.5	42.0	42.4
产量增速	0.9%	0.9%	6.4%	4.5%	2.0%	1.1%	1.3%	1.0%
进口量	3.0	3.0	1.4	3.0	3.1	3.1	3.1	3.1
供给缺口 (需求-供给)	-0.4	-0.1	0.4	0.8	0.2	0.2	0.1	0.1

数据来源：国家统计局、海关总署、煤炭工业协会、Wind、广发证券发展研究中心

四、新能源领域布局力度加大，静待新项目投产

根据公司21年4月项目投资公告，山西新阳清洁能源有限公司(以下简称“新阳能源”)是公司的全资子公司，为进一步加强绿色清洁能源领域的研究，延伸产业链条，实现“碳基原材料+清洁能源”的一体化升级，新阳能源拟投资新建“钠离子电池正极材料千吨级生产项目”、“钠离子电池负极材料千吨级生产项目”两个项目，总投资分别不超过 8000万元和6000万元。

而根据上证e互动，公司1GWh钠离子Pack电池生产线建设项目可研报告已获得通过。为推动钠离子电池商业化发展，公司全资子公司山西新阳清洁能源有限公司联合中科院、中科海钠，发挥各方优势，建设1GWh钠离子Pack电池生产线，生产电动两轮车电池及储能电池模块，打通产业链条，抢占市场先机，加快钠离子电池商业化发展进程。该项目计划于2022年内投产。此外，飞轮储能项目依托下属子公司山西新阳清洁能源有限公司参股公司阳泉奇峰聚能科技有限公司开展，年规划产能200台套。

五、盈利预测和投资建议

(一) 核心盈利预测假设

- 1.公司在建矿建预计2023和2024年先后建成投产，投产之后达产仍需时间，同时随着集团公司专业化重组完成，公司采购集团煤炭的数量相应减少，预计22-23年公司原煤产量总体保持平稳，商品煤销量由于外购煤量减少而减少。
- 2.结合山西阳泉产地市场煤价变化和长协煤价综合影响，预计22-23年煤价相比较21年稳中有升。
- 3.公司发电和供热业务收入占比较小，22-23年燃煤发电和供热价格有上涨的预期，成本压力减小，预计公司发电和供热业务经营情况逐步改善，其他业务维持平稳。
- 4.公司21年优化矿井资产结构，对井下无使用价值及闲置巷道等资产进行集中封闭

报废，由此产生相应的固定资产报废损失约14亿元，预计22年以后该类资产报废引起的大额非经常性损益减少。

表 4：华阳股份经营业务预测（单位：百万元）

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
煤炭								
收入	17,060	26,748	31,148	30,619	29,245	29,341	24,194	24,194
成本	13,230	20,959	25,169	24,983	24,336	19,191	15,130	15,130
毛利率	22%	22%	19%	18%	17%	35%	37%	37%
电力								
收入	134	135	152	169	195	199	223	232
成本	71	75	121	137	137	139	142	145
毛利率	47%	44%	21%	19%	30%	30%	36%	38%
供热								
收入	40	39	32	49	55	56	63	65
成本	15	21	26	51	67	68	70	71
毛利率	63%	47%	20%	-5%	-22%	-22%	-11%	-9%
其他								
收入	1,467	1,193	1,351	1,821	1,686	1,686	1,686	1,686
成本	916	1,129	1,236	1,584	1,373	1,373	1,373	1,373
合计								
收入	18,701	28,114	32,684	32,658	31,181	31,282	26,166	26,177
成本	14,231	22,184	26,551	26,755	25,913	20,772	16,715	16,719
毛利率	24%	21%	19%	18%	17%	34%	36%	36%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（二）可比公司估值分析

公司是重组之后的华阳新材料集团旗下能源资产上市平台，公司煤炭主业长协占比高，21年进行资产处置后大额非经常性损益因素减少，预计22年煤炭综合售价和盈利有望平稳增长。此外，21年以来公司在新能源领域布局力度加大，中长期也有望拓展发展空间并提升公司估值。

目前可比公司估值差异较大，美锦能源、宝丰能源等在新能源领域有先发优势或成长性较好的公司享受更高的估值溢价。预计公司21-23年EPS分别为1.52、1.74和1.77元/股，参考可比公司平均估值，给予公司22年8倍PE，对应合理价值为13.9元/股，给予“买入”评级。

表 5: 华阳股份可比公司估值分析

证券代码	证券简称	最新股价 (元/股)	EPS (元/股)			P/E			P/B (LF)
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
601088.SH	中国神华	22.54	2.61	2.82	2.88	8.6	8.0	7.8	1.2
600188.SH	兖矿能源	23.11	3.48	3.67	3.85	6.6	6.3	6.0	2.0
600395.SH	盘江股份	6.62	0.80	0.96	1.09	8.3	6.9	6.1	1.5
000723.SZ	美锦能源	13.31	0.64	0.64	0.77	20.9	20.9	17.2	4.8
600989.SH	宝丰能源	15.91	0.96	1.15	1.64	16.6	13.8	9.7	4.0
600348.SH	华阳股份	10.30	1.52	1.74	1.77	6.8	5.9	5.8	1.3

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心 (华阳股份2021-2023年盈利预测来自广发证券, 其他可比公司盈利预测取自Wind一致预期, 最新股价为1月28日收盘价)

六、风险提示

宏观经济超预期下滑, 需求增速低预期。

进口煤政策放松, 澳洲煤进口增加, 保供增产压力下供给超预期增长, 加速供需关系恶化, 导致煤价超预期下跌。

公司成本费用超预期上涨, 计提大额资产减值等。

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	14,261	15,417	16,983	16,565	18,937
货币资金	6,211	8,535	9,500	10,500	13,000
应收及预付	4,243	3,677	3,776	2,980	2,902
存货	641	681	512	403	389
其他流动资产	3,165	2,525	3,195	2,682	2,645
非流动资产	34,805	42,066	42,663	43,958	44,616
长期股权投资	1,034	1,052	1,052	1,052	1,052
固定资产	22,719	25,421	25,290	26,193	26,695
在建工程	4,123	5,942	6,698	7,198	7,468
无形资产	5,463	5,295	5,149	4,999	4,844
其他长期资产	1,465	4,356	4,475	4,516	4,557
资产总计	49,065	57,483	59,646	60,523	63,553
流动负债	19,860	25,396	21,441	17,480	15,597
短期借款	3,058	7,363	4,820	3,514	1,192
应付及预收	12,841	11,023	9,561	7,945	8,199
其他流动负债	3,961	7,011	7,060	6,020	6,206
非流动负债	5,042	6,082	7,957	8,942	9,927
长期借款	423	325	2,325	3,325	4,325
应付债券	2,992	3,993	3,978	3,963	3,948
其他非流动负债	1,627	1,763	1,653	1,653	1,653
负债合计	24,902	31,478	29,398	26,422	25,524
股本	2,405	2,405	2,405	2,405	2,405
资本公积	-6	119	119	119	119
留存收益	12,591	13,032	16,097	19,277	22,522
归属母公司股东权益	22,539	23,684	27,338	30,518	33,763
少数股东权益	1,624	2,321	2,911	3,583	4,266
负债和股东权益	49,065	57,483	59,646	60,523	63,553

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	32,658	31,181	31,282	26,166	26,177
营业成本	26,755	25,913	20,772	16,715	16,719
营业税金及附加	1,400	1,242	1,642	1,374	1,374
销售费用	230	94	100	84	84
管理费用	1,182	1,104	1,126	942	942
研发费用	243	245	250	209	209
财务费用	414	413	476	461	416
资产减值损失	-12	-63	-1,400	-50	-30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	86	570	81	92	118
营业利润	2,322	1,945	5,753	6,553	6,651
营业外收支	-16	-2	-15	-10	-5
利润总额	2,306	1,943	5,738	6,543	6,646
所得税	515	281	1,483	1,691	1,717
净利润	1,791	1,662	4,256	4,852	4,928
少数股东损益	90	157	590	672	683
归属母公司净利润	1,701	1,505	3,666	4,180	4,245
EBITDA	5,095	4,962	10,113	9,738	9,901
EPS (元)	0.71	0.63	1.52	1.74	1.77

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,505	3,967	6,775	7,042	8,999
净利润	1,791	1,662	4,256	4,852	4,928
折旧摊销	2,131	2,228	2,722	2,896	3,053
营运资金变动	-1,263	-598	-2,032	-1,237	567
其它	847	676	1,830	530	451
投资活动现金流	-2,910	-4,582	-4,652	-4,159	-3,628
资本支出	-2,952	-2,143	-4,615	-4,210	-3,705
投资变动	0	0	-94	-49	-49
其他	42	-2,439	57	100	126
筹资活动现金流	-783	2,916	-1,157	-1,882	-2,871
银行借款	6,969	8,950	-543	-306	-1,322
股权融资	1,792	989	0	0	0
其他	-9,543	-7,023	-615	-1,576	-1,549
现金净增加额	-191	2,300	965	1,000	2,500
期初现金余额	5,640	5,490	8,535	9,500	10,500
期末现金余额	5,450	7,789	9,500	10,500	13,000

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	-0.1%	-4.5%	0.3%	-16.4%	0.0%
营业利润增长	-18.9%	-16.2%	195.8%	13.9%	1.5%
归母净利润增长	-13.7%	-11.5%	143.6%	14.0%	1.6%
获利能力					
毛利率	18.1%	16.9%	33.6%	36.1%	36.1%
净利率	5.5%	5.3%	13.6%	18.5%	18.8%
ROE	7.5%	6.4%	13.4%	13.7%	12.6%
ROIC	7.4%	6.2%	13.2%	11.2%	10.6%
偿债能力					
资产负债率	50.8%	54.8%	49.3%	43.7%	40.2%
净负债比率	103.1%	121.0%	97.2%	77.5%	67.1%
流动比率	0.72	0.61	0.79	0.95	1.21
速动比率	0.68	0.57	0.74	0.91	1.17
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.54	0.52	0.43	0.41
应收账款周转率	9.69	10.16	10.14	10.43	10.74
存货周转率	50.94	45.81	61.08	64.93	67.23
每股指标 (元)					
每股收益	0.71	0.63	1.52	1.74	1.77
每股经营现金流	1	2	3	3	4
每股净资产	9.37	9.85	11.37	12.69	14.04
估值比率					
P/E	7.82	8.96	6.76	5.93	5.83
P/B	0.59	0.57	0.91	0.81	0.73
EV/EBITDA	2.76	3.40	2.63	2.60	2.17

广发煤炭开采行业研究小组

安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士。

宋 炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。